



TITLE:

金融政策論の問題点

AUTHOR(S):

中谷, 実

CITATION:

中谷, 実. 金融政策論の問題点. 経済論叢 1967, 99(6): 475-492

ISSUE DATE:

1967-06

URL:

<https://doi.org/10.14989/133199>

RIGHT:

經濟論叢

第九十九卷 第六號

金融政策論の問題点	中 谷 実	1
経営理念の類似性と相異	田 杉 競	19
経営管理における過程理論の性格(2)	降 旗 武 彦	42
企業別組合の特質について	小 川 登	61

昭和四十二年六月

京都大學經濟學會

金融政策論の問題点

中 谷 実

I 問題点の発展

古典的な金融政策が、資金を需要する側における資金の利用量を左右することによって、投資や支出などを刺激または抑圧しようとしたのにたいして、現代の金融政策は、資金を供給する金融機関とくに銀行のアベイラビリティに影響を与えることによって、同じ目的を達しようとする。すなわち、公定歩合の上下が、市中の貸出金利を通じて企業のコストに影響を与え、さらに心理的効果も加わって、投資活動に影響することを期待したのであるが、同時に利用しう資金の量は、保有または獲得しうる通貨の量によってほぼ規制せられうと考えられたのである。ところが、金融市場や金融の方法が発達するとともに多種多様の流動資産が累積してくると、それらがいつでも容易に通貨に替えられる便宜が多くなるから、たんに通貨の量を規制するだけでは、利用しうる資金の量を規制することが困難になってくる。すなわち、金融政策は、通貨のみをその対象と考えたのでは効果を期待しえないことになってきたのである。そこで、たんに通貨の供給を統制することから、銀行の流動性を規制することによって政策の効果をねらうようになり、たとえば、ラドクリフ報告のように、一般的流動性を規制することが、金融政策の基本的な方法であるとさえいわれるようになったのである。

通貨とその他の流動資産とくに金融資産との関係が重要な問題とせられるようになったのは、1950年代の中頃以後のことであって、それにはガーレイ・シエオの貢献したところが大きいのであるが、ラドクリフ報告が1959年に出ていることを考えると、流動性にたいする関心は、急速に高まってきたといわねばならない。もちろん、ラドクリフ報告の主張にたいしては、イギリスにおいて

も、これを批判し反駁する主張が相次いで現われている¹⁾。そして、数多くの批判は、報告の諸点にわたって行われてきたが、その中心をなすものは、伝統的な金融政策のように通貨の供給を統制することが、果して、安定政策として有効に貢献しえないのかどうかという点であった。ラドクリフ報告はむしろ事実に基づきをおいているし、その立役者であったセイヤー教授でさえ、個人的には報告と全く同じ意見ではない。1951年頃には、イギリスやカナダのみでなく、アメリカその他の諸国においても、利子率の伸縮性が大きくなろうとしていたのであるが、セイヤー教授は、貨幣供給の統制によって、市中銀行の預金等を左右することよりも、むしろ望ましい金利体系を確立しうることに、重要な効果を認めていたのである²⁾。ところが、ラドクリフ報告では、通貨供給の統制ではなく流動資産の供給統制によって、銀行信用が規制されるべきことが主張せられたし、報告の主張に賛同する最も単純にして強硬な議論は、英蘭銀行が最終の貸手とならざるをえないことを理由として、英蘭銀行が市中銀行における現金準備を管理統制しえないことを主張する³⁾。すなわち英蘭銀行が最終の貸手になることによって、貨幣当局による通貨供給の統制が、市中銀行の供給する預金通貨を規制するのではなく、反対に、市中銀行における預金に応じて、英蘭銀行から準備通貨が供給せられるという仕組みを重視するのである。

なるほど、英蘭銀行は、証券の売操作によって市中銀行の現金準備を削減することができるけれども、市中銀行は、直ちに割引商社に出していたコールを回収してその穴埋めをするだろうし、割引商社は、英蘭銀行へ再割引を依頼してその不足をカバーするから、‘最終の貸手’である英蘭銀行が、通貨の供給において受身の立場にもあることは否定しがたいのである。けれども、もしも売操作による市場金利の上昇が容認せられるならば、英蘭銀行は再割引の利率を引上げることによって、再割引需要を抑制または長つづきしえないようにする

1) 一谷藤一郎、金融政策の焦点としての一般流動性（『金融論選集』Kに収録）、p. 23以下参照。

2) A. N. Mcleod, "Technical Controls over Bank Deposits in Britain", *Oxford Economic Papers*, Vol. 18, No. 2, July 1966, p. 184.

3) *Ibid.*, p. 183.

ことができるし、一般公衆も、市場金利の上昇とともに、銀行借入を縮小して通貨以外の資産を多く保有するように、仕向けられるであろう。もしそうなれば、貨幣当局は、市中銀行をして準備現金の減少に甘んぜしめるとともに、預金量の削減と収益資産の縮小を生ぜしめうるから、通貨供給の統制によって、金融統制の目的を実現しうることになるのである。ラドクリフ報告の批判者の中でも、ウィルソン (T. Wilson) やニューリン (W. T. Newlyn), クラウチ (R. L. Crouch) らは、およそ上のごとき見解に立つのである⁴⁾。

このように、金融政策が、通貨政策であるべきかあるいは流動性政策であるべきか、という議論は、ラドクリフ報告以後の新しい論点となっていたのであるが、その後論議の重点が若干推移して、貨幣当局が統制を加えるに当って、執られる手段または方法に関する問題が、反省されるような傾向にある。というのは、後にもふれるけれども、流動性の供給を統制すべしという主張が、上述の批判によって示されるように不充分であると同時に、通貨の供給を統制すべしという議論も、銀行の流動資産を統制するかわりに、その一つである準備現金を統制すべきであるというだけで、必ずしも前者を否定するだけの充分な理由を示していない。通貨供給の削減によって銀行の準備現金が減少すれば、それが過剰準備をもっていないかぎり、当然銀行預金(預金通貨)の収縮を来さざるをえないのであるが、論議の旺んなイギリスの実情を考えると、預金の縮小には銀行による政府証券の売却が伴っていると考えねばならず、それだけ公衆による証券の保有が増加したことを前提としている。もしも公衆が銀行から証券を購入しないならば、貨幣当局が現金準備を削減することによる預金の縮小は困難であろうし、銀行が各種資産の比率を安定的に維持しようとするかぎり、貨幣当局の管理下にある政府証券を統制する⁵⁾ことによって、銀行預金を

4) T. Wilson, "The Rate of Interest and Monetary Policy", *Oxford Economic Papers*, Oct. 1957, pp. 236-44; W. T. Newlyn, *Theory of Money*, 1962, pp. 27-30, 同訳「貨幣の理論」小泉明編, 昭39年3月, pp. 35-39; R. L. Crouch, "A Re-examination of Open-market Operations", *Oxford Economic Papers*, July 1963.

5) ここでは、政府証券の供給を統制することを意味するのであって、公開市場買操作による、銀行保有証券の減少を意味しているのではない。

統制するほうが、一層容易であろう。このようなわけで、金融政策は、通貨の供給が流動資産の供給か、いずれを統制すべきであるかという問題よりも、一定の金融政策がとられたばあいに、そこからどれだけの効果を期待できるかということのほうが、一層の関心を呼ぶようになったからである。

さらに、金融政策が、金融機関のアベイラビリティに影響を与えることによって、その効果を期待しているとしても、それだけでは現実の政策効果を予測できないのである。金融機関にたいする資金需要の程度や、金融機関が、流動性を維持しながら収益性を極大ならしめるために、どのような資産構成を望ましいものとするか、また、金融政策がどれほどこの望ましい資産構成に影響を与えることができるか等が考えられねばならない。しかもこれらのことは、各国の制度や慣習に依存するところが大きいのみならず、景気の段階や程度如何にも負うところが大きく、論理的にのみ結果を予測することは許されないのである。ことに経済政策は一つの目的のみを追うものではなく、金融政策においても、互いに矛盾し合うような数種の目的をねらわねばならねばあいがある。たとえば、国内景気の刺激と国際収支の改善や、景気の過熱・物価の騰貴などの抑制と設備の近代化の促進など、たがいに矛盾するような目的を追及するばあいに、財政政策と金融政策とが、それぞれ異なる目的を分担すべきことも考えられるが、金融政策の諸手段の中で、どれがもっとも好ましいか、またどのような組合せが望ましいか、ということにも、選択の意義が認められるのである。

わが国では、戦後のインフレによって国債がほとんどなくなり、いつでも容易に通貨に換えられるような流動資産が相対的に少なかった。したがって、金融政策が流動性政策であるというような観念は、容易に醸成されなかったのである。ところが、その後種々の金融資産が累積してきたのみならず、昨年より公債発行政策がとり入れられ、流動資産の相対的比重が次第に高まりゆく傾向にある。また金融政策の手段についてみても、従来は公定歩合の操作が中心的な手段であったが、昭和37年11月以降、いわゆる新金融調節方式がとられるようになってから、公定市場操作への端緒が切り開かれた。さらに昭和32年

には、市中の過剰流動性を調節するために、「準備預金制度に関する法律」が制定せられ、昭和34年9月以降実際に準備率が制定せられたのみならず、昭和36年9月からは準備年の変更政策が行われるようになったのである。もちろん、これらの金融政策手段は、米英等に比べてその歴史がきわめて浅く、未だに公開市場操作の名にふさわしい取引の仕組みや、強力な効果を発現しうるような支払準備率変更政策にはなっていない、けれども、浅い歴史の過程においても、それらの整備発達への進歩は日醒ましき、米英諸国におけるような本格的な政策手段となる日も、さほど遠いことではあるまいと思われる。また金融市場そのものも、従来は、起債市場の不備など、きわめて不完全なものであったが、やがて次第に整備せられてゆく情勢にある。

米英諸国の金融政策論に、流動性政策論が華々しく登場した当時、わが国では、実際問題として、いまだこれに関心をもつだけの制度的準備ができていなかった。ところがその後の経過は、近い将来においてわが国もまた、米英諸国で問題となったのと同じような金融問題に、当面せざるをえないのでないかと思わしめるのである。

II 銀行の資産選択

金融政策が、金融機関とくに銀行のアベイラビリティに影響を与えるばあい、その効果は、銀行の資産構成にどのような変化を生ぜしめるかをみることによって、推測することができる。前述のごとき貨幣供給量の変化や流動資産供給の統制は、ただちに銀行の資産構成に感応的な変化を生ぜしめるからである。個人の資産構成については、たとえばケインズにおけるがごとくに、貨幣の保有か確定利附債券の保有かの選択をするばあいに、その人の純資産の大きさと、選択する資産の流動性や収益率、およびその市場価格の将来とその確実性などが、考慮せられるわけである。ところが商業銀行についてみると、純資産の大きさは総資産に比べて極めて小さく、大部分はその負債額とバランスしている。のみならず、個人のばあいには、純資産の市場価額が、貯蓄率や収益率に依存

するところが大きいのに反して、銀行の総資産価額は、流動資産の大きさに依存するところが大きいのである。ことに銀行の資産選好において、個人にみられない特徴的な資産は貸出であって、貸出には、その価額に変動がないこと、またそのための市場がないこと、および他の資産保有に比べて若干高い回収不能の危険があること、などの特徴がある⁶⁾。したがって、個人における資産選好とは若干異った選好にしたがって、銀行資産が構成せられるのである。

銀行の資産構成においてもっとも重要なのは、預金債務にたいする流動資産の比率すなわち流動比率である。預金準備率が法定せられているときには、この準備率がデッド・ラインになることはいうまでもないが、短期の流動資産が増加するにつれて、またそれらの市場が発達するにつれて、第二線の準備の重要性が高まるからである。また、収益を挙げることは商業銀行の使命ではあるけれども、それは、流動性が確保せられていることを条件としてのみ追及さるべきだからである。そこで銀行は、流動比率が決ったのちに、長期国債その他の投資と、貸出とに収益資産を振り分けねばならぬのであるが、実際には、これらの振分けが同時に行われている。銀行経営者は、流動資産・投資および貸出の量を、その預金債務にたいして、それぞれもっとも望ましい比率を保つように配分するのであるが、この望ましい比率は、一般的経済状態とくに利子率の動向如何などによって異らざるをえないのである。

すなわち、一般に利子率が上昇して投資や貸出からの収益率が高まるときには、銀行は流動性を若干犠牲に供しても、貸出や投資の比率を高めようとするだろう。したがって、銀行の希望する貸出比率は、利子率の上昇とともに拡大し、縦軸に利子率の高さ・横軸に貸出比率をとれば、右上りの曲線によって示される。同様に、投資比率もまた利子率の上昇とともに増大するから、これも右上りの曲線で示されるであろう。ところが、流動比率は貸出・投資の増大のために減少するであろうから、それが左上りの曲線によって示されることはい

6) F. B. Brechling and G. Clayton, "Commercial Banks' Portfolio Behaviour", *Economic Journal* Vol. LXXV, No. 298, p. 291.

うまでもない⁷⁾。ただ、利子率上昇の原因などから、現在の利子率上昇が一時的のものであって、やがては低下するだろうと予想されるならば、銀行は、短期の貸出よりも長期の投資に魅力を感じるのみならず、利子の高く価格の低いあいだに投資を増大して、資本利得を得ることを望むであろう。そうなれば、銀行の希望する投資比率は一層高まるとともに、流動比率はもちろん貸出比率も低下せしめられるかもしれない。このばあいには、流動比率は左上りの曲線であることに変わりはないが、貸出比率は右上りから左上りに変るかもしれないのである。また、現在の利子率上昇から、将来もさらに利子率が高まると予想せられるようなときには、投資比率を大きくすることは得策でないから、銀行は、むしろ貸出比率や流動比率をも高めて、投資比率は減退せしめられるかもしれない。このばあいは、貸出比率は右上り、投資比率は左に傾き、流動比率も右に傾くような曲線で示されるだろうが、このような状態は永続しうるものではないのである。

また、銀行の希望する資産構成は、一般経済情勢の如何によって異なることは、いうまでもない。経済成長の時期とか景気上昇の過程においては、貸出にともなう回収不能の危険が相対的に小さくなるから、いわゆる銀行の限界貸出先を拡大する傾向がつよく、貸出比率は大きくなって流動比率は小さくなり、投資比率は已むをえずに縮小することもある。

さらに、客観的情勢だけでなく、銀行の経営内部における事情もまた、その資産構成に影響するばあいが多い。たとえば、銀行は、ある程度の留保利潤または準備金、積立金とよばれるものを、もっていることが必要であるが、前述のごとき利子率上昇の時期に、この留保利潤が減少してくると、銀行はまずその配当を減らすことを考えるけれども、次には投資を減らして貸出を増加するか、またときには流動資産の増加に努めることもありうるのである。その理由は、いうまでもなく、銀行は預金債務の履行に責任をとらねばならぬが、留保利潤が減少してくると、この責任感に一層敏感になるとともに、投資比率が高

7) *Ibid.*, p. 278. なお節尾の図を参照。

いときには、将来、資本損失を蒙る危険が大ききことを、警戒するからである。

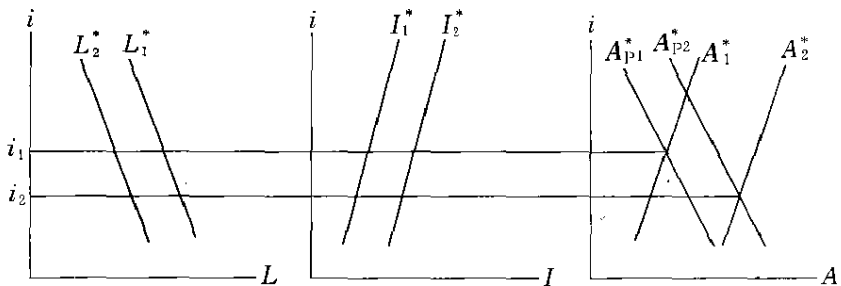
このように、銀行にとって望ましい資産構成の比率は、客観情勢によって支配せられるところが大きい、それはなお、銀行の希望するところに止まっている。現実の資産構成は、このような銀行の希望するところと、銀行から資金を需要する側の希望、ならびに政府の干渉などとの、両者から合成せられることが注意せられねばならない。しかしここでは、まず銀行から資金を需要する側の態度が、銀行の希望する貸出比率・投資比率および流動比率などに、どのような影響を与えるかを考えてみよう。

後掲の図表で明らかなように、銀行の希望する貸出比率は、利子率の上昇とともに増大する増加函数の形をとるものであるが、銀行からの貸出を希望するものにとっては、一般的なばあいには、利子率の上昇するにつれて需要が減退するという減少函数の形をとる⁸⁾。幸にして、銀行の希望する貸出比率の曲線と、顧客側の借入需要曲線との交点に、利子率が一致すれば、銀行は希望どおりの貸出比率を実現できるわけであるが、もしも利子率がこの水準より高いときには、銀行は希望するだけの貸出を行うことができない。したがって、銀行は、自己が貸出を希望する額のうち顧客が借入を希望する額を超過する部分は、これを投資または流動資産に廻さねばならぬ。その結果、現実の貸出比率は、需給の一致する利子率水準より高い利子率においては、左上りの曲線に屈折せざるをえないのである。またその影響をうけて、銀行の投資は増大するだろうから、銀行の投資比率は、現実には、均衡利子水準以上に利子率が高まるにつれて、一層高まることになるだろう。しかし投資比率に関するかぎり、利子率にたいする函数の性質は変らないのである。さらに、資金の需要者は、もしも現在の高い利子率から、将来も一層利子率が高まるだろうと判断するならば、短期の借入れよりも、むしろ長期の債券によって資金を獲得しようと願うだろうから、このようなばあいには、銀行の貸出比率および投資比率が、現実には、

8) 節尾の図を参照。

上に述べた傾向を一層強めることになるのである。またもし、顧客の側において、現在の高い利子率から、将来は借入れが困難になるだろうと判断するならば、今のうちに借入れを増しておこうと考えるから、借入れ需要曲線は、その利子率水準点から右へ折れることになって、銀行の希望する貸出比率に現実の貸出比率が近づくことになる。したがって、投資比率に与える影響も、それだけ修正されることはいうまでもない。さらに流動比率についてみると、銀行の希望するところは、利子率の上昇につれて減少することであるが、利子率が均衡水準よりも高いために、銀行が希望どおり貸出しを行いえないことから影響せられて、左上りの曲線が、均衡点から若干右へ屈折することになる。すなわち利子率が上昇しても流動比率は縮小しない結果となるのである。

最後に、経済成長期や景気上昇期に、銀行が貸出比率を高めようとすることはすでに述べたが、資金を需要する側においても、また借入れ需要が増大する。したがって、投資比率や流動比率は低められざるをえないのであるが、その事情は下図の示すごとくである。



すなわち、銀行の希望する貸出比率曲線 A^* と、顧客の借入を希望する水準を示す曲線 A_{p1}^* とは、利子率 i_1 において交差していたのであるが、景気上昇にともなって、貸出比率曲線は A_2^* に、また借入希望を示す曲線は A_{p2}^* にシフトすることによって、利子率 i_2 において需給が均衡することになる。またこれにともなって、銀行の希望する投資比率曲線は I_1^* から左へ I_2^* にシフトし、同様に、銀行の希望する流動比率曲線も L_1^* から左へ L_2^* にシフト

するのである。

Ⅲ 流動性の統制と通貨の統制

金融政策が銀行のオペラビリティに影響を与えるばあいに、銀行はそれに適応して行動を決めるわけであるが、その行動は、上に述べたような資産選択のパターンにしたがって現われるものである。たとえば引締め政策として公定歩合の引上げが行われたばあいに、市中金利がこれに追随するならば、銀行は貸出比率を高めようと希望しても、資金需要の側から制約をうけて、これを縮小せざるをえないだろう。その代りに投資比率が高められるが、重要なのは流動比率であって、一定率の流動比率の維持が銀行に要求せられるかぎり、これによって過剰流動性が消滅せしめられるに至るだろう。もちろん、引締め政策がとられるのは、景気の過熱等の対策としてであるから、すでに通貨その他の流動資産が膨張してきているのであって、貸出比率の縮小といっても、必ずしも貸出の絶対額が縮小することを意味しないことはいうまでもない。けれども、流動比率は絶対額ではなくて比率そのものが重要なのであるから、金利引上げの引締め効果は、本質的に否定さるべきではない。かつて、金利政策の効果が疑われたのは、比較考量さるべき他の諸要因たとえば技術の進歩に基く収益性の増大・市場支配による収益予想の上昇等々にたいして、金利水準の低すぎたために、コスト意識に入らなかったためであろう。また、通貨の供給を抑制しても引締めの効果が現われなかったということは、その前提に過剰流動性が存在していたためであって、ラドクリフ報告が、通貨ではなくて一般流動性の引締めに要求する事情も、十分に理解できる。しかしながら、そこで考えられていた一般的流動資産とは、たんに大蔵省証券のみでなく、銀行の債務たる預金したがって通貨をも含むし、その他にも諸種の信用仲介機関の債務等々を含むものである⁹⁾。したがって、これら全体を引締めるということは、たんに大

9) R. S. Sayers, "Monetary Thought and Monetary Policy in England", *The Banker*, Oct. 1960, p. 673.

蔵省証券の供給を抑えることだけでは不可能であるし、さらに、広般な金融機関等を一括して複雑な統制を加えることも、事実上困難である。そこで、ラドクリフ報告にも、金融機関の資産構成に影響を与えるために金利体系を操作することが必要だとの考えもあるが¹⁰⁾、その具体的な方策が明らかでない。最初に述べたように、ラドクリフ報告とセイヤー教授とは、必ずしも同じ意見ではないが、報告が、セイヤーと同じく一般的流動資産の直接統制を回避して、金利体系の操作を通ぜねばならぬと考えるところに、具体的手段の困難さを示しているのである。

上に述べたような公定歩合の引上は、市中金利の上昇を通じて、預金量（通貨量）および流動比率を縮小するわけであるが、同様の効果は、公開市場売操作によっても期待できる。後にも述べるように、銀行相手に売操作が行われるときには、直接に市中銀行の準備現金の縮小を通じて、預金通貨の縮小を生ずることもあるが、ディーラーを通じて公衆に売操作が行われるときには、上述の公定歩合引上のばあいと同じことになる。いずれにしても、売操作が有効に行われるためには、対象証券が市価よりも低い価格で売られねばならず、この低い売値と供給量の増加とから、証券の市価が下ることによって、利子率の上昇を招くわけである。そこで、一般的流動性を統制するために金利体系を操作するとすれば、望ましい金利体系を形成するような、新しい利子率の証券を発行せしめることが困難であるかぎり、望ましい金利体系を招来するような諸価格で、諸種の証券の売操作を行うことが必要になるのである。けれども、そのような価格での売操作が、つねに必ずしも成功するとは限らないだろう。

このように、一般流動性を統制することは、その方法において困難を伴うのであるが、さらにニューリンは、銀行預金の縮小のために必要にして充分な条件は、大蔵省証券の縮小ではなくて、現金通貨の縮小であることを論証しようとしている¹¹⁾。彼は、イギリスの制度において、まず、大蔵省証券を減らして

10) *Report of the Committee on Finance and Industry*, 1931, Para. 395.

11) W. T. Newlyn, "The Supply of Money and its Control", *Economic Journal*, June 1964, pp. 328-331.

も銀行預金の減少を生じないことを示すことから始める。大蔵省証券を減らすことは、政府の支出や収入に変化がないかぎり、英蘭銀行における政府預金の減少によって行われるが、このことは、市中銀行の流動性比率になんらの影響を与えない。もしも、政府預金の残高を減らさないために、市中銀行から別途の借入れを行うとすれば、市中銀行は民間貸出を減らしてこれに応ずるであろうし、政府は銀行借入れ以外に公衆から借入れを行うこともできる。何れのばあいにも、大蔵省証券を減らした額 x だけ預金の減少をみることになる。イギリスでは、預金にたいして8%の現金保有が要求せられているが、この現金比率を β で示すと、銀行には、預金減額 x の結果 βx だけの過剰準備が生ずることになる。そこで銀行では、一時預金が減るけれども、すぐ過剰準備にもとづいて、その $\frac{1}{\beta}$ の限度まで信用創造をするだろう。銀行が預金にたいしてもつことを要する流動性比率(30%)が得られるかぎり、預金残高は旧水準に復するわけである。前のばあいに、減らされた大蔵省証券が、市中銀行保有のものであったとしても、銀行では証券を失うかわりに代金を現金で受取っているから、その流動性比率は変わっていないし、いまのばあいに、銀行は、預金の減少によって生じた過剰準備以上に現金をもっているのであるから、この現金で流動資産を買入れることもでき、必要な流動性比率を維持できるわけである。またニューリンは、大蔵省証券はそのままにして、現金通貨だけが減らされるばあいには、必然的に預金が減らざるをえない事情を、次の如くに説明する。いま、銀行および公衆の保有する現金通貨総額 C のうち、銀行は C_b だけ保有し公衆は C_p だけ保有するとする。預金額を D で示し必要な現金比率を β とすれば、現金通貨の減少は、まず C_b の減少として現われる。したがってまず、 C の減少は $\frac{1}{\beta} \Delta C$ だけ預金の減少を生ぜざるをえないのである。若干詳しくいえば、 $\Delta D = \frac{1}{\beta} (\Delta C - \Delta C_p) = \frac{1}{\beta} \Delta C$ であって、 $\frac{C_p}{D}$ を α であらわし、この α が変らぬとすれば $\Delta D = -\frac{1}{\alpha + \beta} \Delta C$ の関係が成立する。しかも銀行が、現金通貨の減少にもかかわらず預金の減少を防ぐためには、現金通貨総額 C のうち C_b の割合を増

大せねばならぬが、そのために預金利子を引上げても、その目的を達することが極めて困難な事情を述べているのである。

しかしながら、このようなニューリンの議論には、かなりの問題を含んでいる。後段の、現金通貨の数量を減らせば、どうしても預金量が縮小せざるをえない、という議論については、後にふれることにしてしばらく措こう。前段の、大蔵省証券を減らしても、預金の減少を起さないという論証は、政府が大蔵省証券の発行で賄っていた支出の一部を、中央銀行預金の取崩しで賄うように、変更する過程を述べたものであって、いわば政府部門だけの問題であるといえよう。もちろん、市中銀行保有の大蔵省証券が減るけれども、その代りに、代金が現金通貨で支給されるのであるから、銀行の流動性比率にも変化がなく、預金減少の原因とならぬことは当然である。政府が、大蔵省証券を減らして、その代りに現金通貨を供給しないときには、明らかに預金が減少することを、彼も認めているのであるが、過剰準備の発生による信用創造の可能性をもって、預金の減少をカバーせしめるだけであって、このことは、預金が減少しないという論証として、充分なものではないだろう。

以上のごとく、金融政策の目的を達成するための第一次的目標として、通貨の供給量を統制すべしという議論も、流動性の供給を統制すべしという議論も、ともに必らずしも充分なものではない。金融政策の目的は、いうまでもなく経済の安定的な発展にあり、とくに安定化の引締めにもその効果が期待せられている。そのために、利子率操作・公開市場操作および支払準備率操作等のほかに、ときには信用割当措置・説得政策および窓口規制や特別預金の強制など種々の人為的措置を用いて成功することもあるけれども、望ましいのは、なるべく市場機構を生かして、人為的措置を用いないことである。支払準備率変更政策は、いわば全面的・長期的な政策であるから、しばらくこれを措くとしても、少なくとも公開市場操作と利子率操作とを補完せしめて、市場機構の動きかたに影響を与えることが、金融政策の手段たるべきであろう。そして、このような手段によって政策の目的が実現せられる過程において、通貨の供給を抑制せねばなら

ぬときもあろうし、またその他の流動資産を統制せねばならぬばあいもありうるのである。また最初の部分でも述べたように、利子率政策を公開市場政策に組合わせて操作することが、もっとも効果的であるということは、こんにち一般の常識になっているが、そこでも、情勢の如何によって、利子率政策にウェイトをおくほうが効果的なばあいと、むしろ公開市場操作が政策効果の実現により多く貢献するばあいとがある。かつてのイギリスのように、公定歩合の変動に市場金利が追随するときには、利子率政策の効果が大きいことは当然であるが、現在でも、市中金融機関が中央銀行に依存していながら、公定歩合が相対的に低いときなど、同様のことがいえるばあいもある。また、市中金融機関に過剰準備があつて、しかも高金利が望ましくないようなときには、引締め効果は、準備率を動かさぬかぎり、むしろ売操作に頼らねばならぬだろう。

要するに、通貨の供給量を一定の水準にもってゆくように操作することも、一般流動性を一定の大きさにするような政策をとることも、ともに金融政策として重要な意味をもっていることには間違いがない。しかしながら、両者のどちらかが決定的に効果的であるということはいえないのみならず、それぞれの主張にも、不充分さや欠点がある。ことに一定の時期・一定の環境のもとにおいて、どれほどの貨幣供給量・どのような流動性水準が、もっとも適正であり且つ望ましいかということは、これを判定することが容易ではない。通貨の供給量の変化も流動性水準の上下も、ともに政策目的を実現するための一つの手段たる地位以上には出ないのであつて、利子率政策や公開市場操作および支払準備率操作等のいずれを操り、どのような組合せを採用すべきかを、考えることより以上に大きな意味をもつものではないだろう。

IV 金融政策の現実の効果

金融政策を行うばあい、一定の政策手段をとれば、どのような結果が生ずるかを、予め知りうる事が極めて重要である。いわゆる政策理論とよばれるものは、政策手段とそれから生ずる結果を、論理的に追及してゆくものであつて、

実際の政策を行ううえにも、重要な意義をもっていることは、否定できないことである。しかしながら現実の金融市場には、特殊な制度および伝統や慣習があって、金融政策の実際の効果は、いわゆる論理的な追及と呼ばれるものによって知られるところと、必ずしも一致するものではない。大蔵省証券を減らしても銀行預金に変化を生じないという、上記のニューリンの論証も、形式的な論理的追及にすぎないし、その解釈に承服しがたいものを含んでいるのである。さきに、ニューリンの主張を吟味したさいに留保しておいた、現金通貨の縮小が預金量におよぼす影響を、この観点から説明すれば次のごとくになる。

いま、公開市場売操作によって現金通貨の収縮が図られるとしよう。公債が売られるときに、(A) 同時に政府支出の必要が伴っているばあいと、(B) 純粋に通貨収縮のためのみに行われるばあいとがある。しかも誰が買入れるかによって、(A)(B)両方のばあいにも、(a) 銀行による買入れと (b) 一般公衆による買入れとが分けられるから、結局、4つのケースについて考えることができる。いま、形式的、論理的にみてゆくと、まず(A)(a)のケースでは銀行が売出額 x を買入れるのであるが、政府は直ちに同額 x を支出するから、銀行においては、準備現金は増減せず預金が増加する。しかしこのために現金準備率が低下して、必要準備率 β を維持するためには βx だけ準備現金が不足する。その結果、銀行は預金を準備不足額の $\frac{1}{\beta}$ 倍だけ減らして、もとの水準にもどすであろう。(A)(b)のケースについてみると、公衆は買入額 x だけ預金を減らすけれども、政府支出の結果、再びもとの水準に増加し、銀行の準備金は不変である。もちろん β の準備率は維持せられるのであって、(A)(a)のケースと同様に、預金量を変化せしめないことになるのである。また(B)(a)のケースについてみると、銀行は公債を引受けることによって、売オペ額 y だけ国債保有を増加する代りに同額の現金を失う。預金額には変化がないから、失った現金額 y だけ準備が不足し、その結果として $\frac{1}{\beta}(y)$ だけ預金を減少せしめるであろう。(B)(b)のケースについてみると、公債を買入れた公衆は、その額 y だけ預金を減少せしめるとともに、同額の現金準備をも失わせることになる。銀行にとっては y だけ預金も現金も

減るのであるから、 β の準備率を維持するためには、 $(1-\beta)y$ だけ現金準備の不足を感じるだろう。そこで銀行は、不足額 $(1-\beta)y$ の $\frac{1}{\beta}$ 倍、すなわち $\frac{(1-\beta)}{\beta} \cdot y$ だけ再び預金を減らさねばならぬから、最初の預金減額 y と加えると、 $\frac{(1-\beta)}{\beta} \cdot y + y = \frac{1}{\beta} y$ の減額となって、まへの(B)(a)のケースと同一の結果になると、いわれねばならぬのである¹²⁾。

このように、金融政策の発動と、それが波及して生ずべき結果とを、たんに形式的・論理的にのみ追及してゆくと、売オペレーションが行われるばあい、政府がその手取金を再び支出するかぎり、それが銀行引受けによろうが一般大衆による買入れによろうが、何れのばあいにも同様に、銀行預金になんらの変化を生ぜしめない結論になる。また、売オペレーションの後に政府支出が行われないときには、銀行の引受けによろうが一般人衆の買入れによろうが、どちらも同額の預金減少を生じて、買入れをするものの如何は、なんらの差異を生じないことになる。しかしながら、現実の問題として、政府が支出の必要から公債を発行するばあいについてみると、それは(A)(a)および(A)(b)のケースに該当するわけであるが、どちらのばあいにも等しく預金量に変化を生じない、とは考えられぬ。(A)(a)のケースにおいても、銀行が現金の代りに公債を保有することとなれば、流動性が若干低下するから、公債引受前の現金準備の程度如何や銀行経営の態度如何によっては、銀行のアベイラビリティに変化を生ずるだろうし、この変化が預金量にも影響を与えるだろう。のみならず、政府支出による預金増加の効果が、まさに預金を旧水準に復帰する額に一致するということは考え難いことがらである。ことに(A)(b)のケースでは、公衆が公債を保有するために、最初に預金を減少せしめるのであるから、(A)(a)のケースに比べて、一層預金減少の傾向が強いといわねばならぬ。また、(B)(a)のケースと(B)(b)のケースとを比べたばあい、形式的に結論せられるように、預金の減額が両者において全く同じではありえないのである。上掲の形式論によれば、(B)(a)のケースで

12) A. B. Cramp, "Control of the Money Supply", *Economic Journal*, June 1966, pp. 279-280.

は、先ず現金減少・預金不変、(B)(b)のケースでは、現金・預金ともに減少、という差異のために、現金準備の不足額は(B)(a)のほうが大きいけれども、(B)(b)のケースでは、最初に預金が減少しているから、総結果としては、両者ともに同額の預金減少となるとせられている。しかしながらここで考えられているように、預金が準備不足額に支払準備率の逆数に乗じた額だけ減らされるということは、事実上の問題としては考えられないのである。なるほど、預金拡大の限度は、過剰準備に支払準備率の逆数に乗じた値にほぼ近いかもしれぬが、準備不足のばあいには、まったくその逆のことがあてはまるわけでは決していない。金融政策の効果における非対照性ということばがあるように、銀行の過剰準備にもとづく預金の拡大に比べて、準備不足にもとづく預金の減少ということは、はるかに非現実的であり、また困難でもある。かりに現金準備が必要な率以下に減少したとすれば、銀行としてとるべき手段は、まず最初に、第二線準備たる証券の売却であろうが、このことが資本損失を生ずるとすれば、むしろ、中央銀行からの借入に懸命の努力を惜まぬであろう。したがって、公債の売オペレーションが行われるときに、その買手が、銀行であっても一般大衆であっても、異った効果を生じないとする、形式的な推論は、現実とマッチしないのである。

上に述べたところは、金融政策の現実の効果が、形式的・論理的に推測せられるところと、一致しないことを指摘したに止まる。それが現実にはどのように変るかということは、まず制度の如何によって異なるだろう。たとえばイギリスのように、市中銀行が中央銀行と直接に接触することなく、中間の割引商社が中央銀行の「最終の貸手」たることに頼るのと、わが国のように、市中銀行が直接に中央銀行に依存するところとでは、同じ効果が期待できるわけがない。また、証券市場の整備発達の程度如何によっては、たとえば上述の、現金準備が不足したようなばあいには、もっぱら中央銀行の貸出しに頼ることなく、第二線の準備を活用する措置にできるかもしれない。さらに、中央銀行は一般に、金融界ひいては経済全般に混乱が起ることを避けねばならぬ、という暗黙の義務を負っているが、この義務の感じ方如何によって、それぞれの中央銀行では、

緊急時における市中銀行からの借入れ需要にたいする、応じかたが異ってくるであろう。そのみならず、市中銀行の側においても、わが国などでは対顧客政策から、たとえ引締め政策によって公定歩合が引上げられても、顧客にたいする貸出利率は、公定歩合と同率だけ引上げられることがないし、かえって、貸出は、優良顧客への相対的に低い利率での融資に集中する。すなわち、市中銀行の非合理的な行動が、金融政策の現実の効果を予測し難くしている面が大きいのである。その他、金融政策の現実の効果をjして、形式的・理論的に推測せられるところから乖離せしめる具体的な事情は、これを枚挙する違がないが、金融政策を行うものも、また金融政策を論ずるものも、こうした具体的な事情を、一層大きく考慮に入れる方向に進むべきではなからうか。

む す び

この小論においては私は、金融政策論の主要な論点が、近年、どのように発展してきたかを顧みたのである。それはいうまでもなく、金融政策の効果的な施行のために、一層よく貢献しう方向に向ってきたのであるが、未だに充分な解決に到達したものがない。問題のすべてをとり上げることは不可能であるから、それらの中で、とくに一般的な関心の大きな問題、すなわち、金融政策は通貨を統制すべきか、あるいは流動性を統制すべきかの問題の発展を、銀行の行動したがって資産選択の態度に関わらしめて、考察したのである。その結果、現金通貨の統制をもって必要且つ充分な条件であるとみる議論も、流動性を統制しなければ、効果的な金融政策となりえないとする議論も、ともに必ずしも充分なものでないことが明らかとなった。しかも、一般的妥当性のある普遍的な理論も必要であるが、同時に個別的・具体的な事情のもとで、金融政策の現実の効果が、どのように異って現われるかという方向にも、一層の注意が向けられることを希望したのである。しかもこのことは、すでに、アペイラビリティ理論において、銀行の必ずしも合理的でない行動が、織込まれている点からも、認めらるべきであろう。